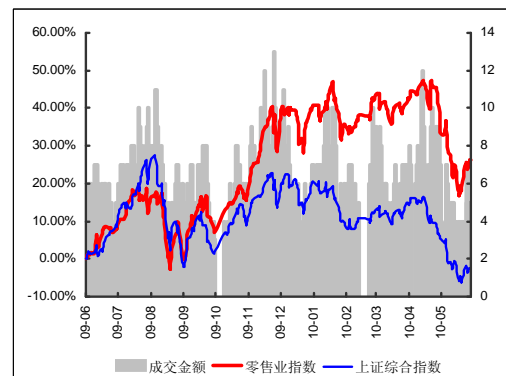


零售业
创新业态+高效管理，最具成为全国百货龙头潜力的零售企业
公司合理价值 48 元
研究员：张绍坤 执业号：S0640208090087
电话：0755-83689044
E-mail: tedazhantian@yahoo.com.cn
报告日期：2010.05.30

基础数据	
上证指数	2655
总股本(亿)	4
流通 A 股(亿)	0.4
流通 B 股(亿)	0
流通 A 股市值(亿)	/
每股净资产(元)	2.58
ROE(09 年)	39.4%
资产负债率	77%
动态市盈率	/
市净率	/

近一年行业指数与上证综指走势对比


资料来源：wind

江南金融研究所：

联系人：邝野、毛艳琼

联系电话：0755-83778731

 地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室
(518031)

投资要点：

- **“百货+超市+X” 创新型类购物中心业态最大优点是：**一方面百货和精品超市的客流能够共享，相互促进发展，用高客流量来推动公司收入增长，同时可根据不同门店的具体情况适当增加餐饮、家电、便民服务等品类经营“X”部分，满足客户一站式购物需求，做到门店经营差异化的同时，增加对消费者的粘性，最后这种模式聚集了购物中心业态的优势，但规避了购物中心业态投资规模大，建设周期长、对商业地产的运营经验要求高等缺点，可以实现快速的轻资产、低成本扩张。
- **有效益的扩张模式：轻资产+区域渗透策略，**“立足珠三角，拓展长三角，辐射闽三角，面向全中国”，异地扩张初见成效。
- **“百货+超市+X” 业态模式中超市的聚客能力会不断的提升百货的销售收入和盈利情况，**这使得公司门店比一般的百货和超市门店具有了更持续和高速的内生性增长。
- **国有控股背景为公司跨区域扩张时的政府关系建设提供了天然优势，**而大面积的管理层持股保证了公司核心骨干人员的稳定，并大大提升了公司整体的运营效率，“**国企背景+民企效率**”使**公司财务数据强于同类上市公司。**
- **我们预计公司 2010-2012 年主营收入同比增长 24.5%、28.07%和 27.8%，净利润同比增长分别为 35%、38%、38%，EPS 分别为 1.2 元，1.66 元和 2.28 元，**目前 A 股 10 年动态市盈率在 25-40 倍，11 年为 20-30 倍，考虑到公司的竞争优势，我们按照 10 年 40 倍计算，公司合理价值为 48 元。

公司分部估值表摘要

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8057	10031	12847	16419
收入同比(%)	17%	25%	28%	28%
归属母公司净利	356	482	664	913
净利润同比(%)	14%	35%	38%	38%
毛利率(%)	23.0%	23.4%	23.9%	24.4%
ROE(%)	39.4%	14.6%	16.8%	18.8%
每股收益(元)	0.89	1.20	1.66	2.28
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-4	-3	-2	-1

一、公司简介：实力雄厚的珠三角百货龙头

天虹商场是一家大型百货连锁企业，总部设在我国改革前沿深圳，经营百货业逾 25 年，先后在深圳、南昌、厦门、东莞、惠州、嘉兴、福州、长沙、苏州、北京和杭州等地开设了 35 家直营连锁百货商场，营业面积达 84.9 万平方米，并以特许经营方式管理 2 家商场。09 年实现销售收入 80.57 亿，06、07、08 年的销售收入在“中国连锁百强企业”名单中的排名分别为第 43、第 33 位和第 34 位，综合实力逐年提高，根据中国百货商业协会的统计，2008 年百货行业会员企业销售规模第 10 名。

图表1：08年中国百货业协会百货行业会员企业销售规模统计

企业名称	销售排名	利润排名	2008年销售规模
大连大商集团有限公司	1	4	625.55亿元
合肥百货大楼集团股份有限公司	2	12	194亿元
天津一商集团有限公司	3	/	178.04亿元
武汉中百集团股份有公司	4	13	142.39亿元
山东银座商城股份有限公司	5	7	140亿元
青岛利群集团股份有限公司	6	11	138.69亿元
北京王府井（集团）股份有限公司	7	3	116.56亿元
武汉武商集团股份有限公司	8	9	115.01亿元
上海百联集团股份有限公司	9	2	98.79亿元
天虹商场股份有限公司	10	8	84.47亿元

资料来源：江南金融研究所，公司招股说明书（销售收入含税）

截至 09 年底，公司 35 家门店中 19 家位于深圳，3 家位于东莞，2 家位于惠州，09 年公司在珠三角地区的销售收入达到 62.42 亿，占总收入的 77.47%，营业面积达 53.5 万平米，占总营业面积的 63%，在珠三角区域处于龙头地位。

图表2: 天虹商场分城市门店统计

城市	门店数	进入时间	经营面积(万平方米)	09年销售收入(亿)	经营面积占比	销售收入占比
深圳	19	1984	41.1	55.84	48.41%	69.31%
南昌	3	2002	8.74	3.75	10.29%	4.65%
厦门	3	2003	3.93	7.15	4.63%	8.87%
东莞	2	2004	6.58	4.44	7.75%	5.51%
惠州	1	2005	5.84	2.13	6.88%	2.64%
福州	1	2006	4.64	1.93	5.47%	2.40%
嘉兴	1	2006	2	0.8	2.36%	0.99%
长沙	1	2008	3	1.11	3.53%	1.38%
杭州	1	2009	1.78	0.05	2.10%	0.06%
苏州	1	2009	5.09	1.41	6.00%	1.75%
北京	1	2009	2.2	1.11	2.59%	1.38%

资料来源: 江南金融研究所, 公司招股说明书(不包含管理门店)

图表3: 天虹商场广东地区主要竞争对手比较

	2009年销售收入	2009年广东地区销售收入	门店总数	广东地区门店数
天虹商场	80.57亿元	62.42亿元	35家	24家
广百股份	46.31亿元	44.96亿元	19家	19家
茂业百货	39.95亿元	25.77亿元	17家	6家
广州友谊	29.59亿元	29.59亿元	4家	3家

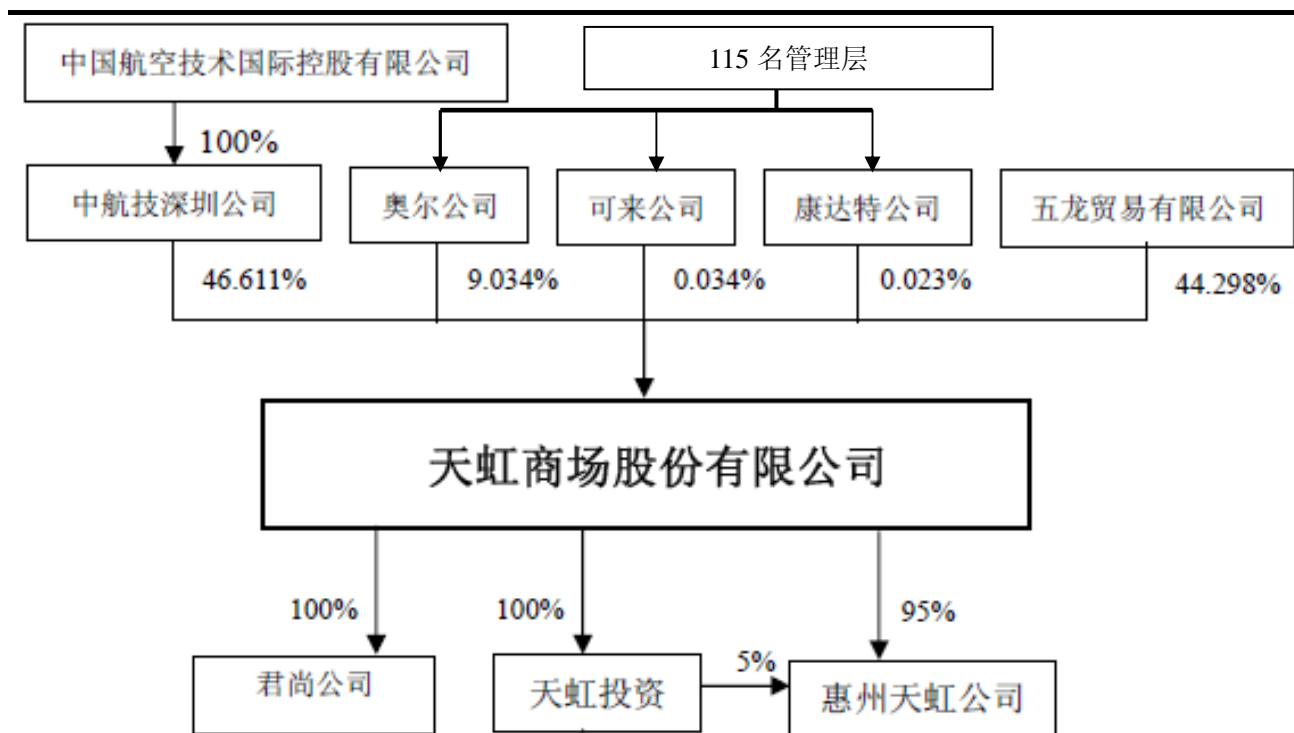
资料来源: 江南金融研究所, 公司公告

公司实际控制人为中国航空工业集团公司, 大股东为中航技深圳公司(中航集团全资子公司), 实力雄厚, 持有公司发行前总股本的46.61%, 第二大股东为港资背景的五龙贸易公司, 发行前持股比例为44.30%。另外, 公司115名管理层人员通过奥尔公司、可来公司和康达特公司合计持股3181.85万股, 占发行前总股本的9.09%。

公司主要发起人于2007年2月6日签署《发起人协议》: 在公司上市后中航技深圳公司是公司单一最大股东期间, 五龙贸易有限公司作为发起人承诺, 在不损害五龙贸易利益的前提下, 不可撤销地、不设限制地及无偿地将其所持的占公司总股份16%的股权有关的所有与公司股东大会或任何股东决议的投票权授予中航技深圳公司, 并确认中航技深圳公司可随其意愿自由行使该等投票权而不受任何限制。通

过该协议保障了中航技深圳公司对天虹商场的实际控制地位和经营稳定。

图表 4：公司股权关系图



资料来源：江南金融研究所，公司公告

二、业态模式：“百货+超市+X” 创新型类购物中心业态

经过近 26 年的发展，公司创造性地形成了自己独特的业务模式：“百货+超市+X” 创新型类购物中心业态，这种业态的最大特点是将百货和超市等业态捏合在一个门店里协同经营。这种模式的最大优点是：一方面百货和精品超市的客流能够共享，相互促进发展，用高客流量来推动公司收入增长，同时可根据不同门店的具体情况适当增加餐饮、家电、便民服务等品类经营“X”部分，满足客户一站式购物需求，做到门店经营差异化的同时，增加对消费者的粘性，最后这种模式聚集了购物中心业态的优势，但规避了购物中心业态投资规模大，建设周期长、对商业地产的运营经验要求高等缺点，可以实现快速的轻资产、低成本扩张。

图表 5: 公司销售结构统计

	2007	2008	2009
百货 (万元)	273816	343430	459116
占比	49.50%	50.04%	56.98%
超市	231939	292502	295280
占比	41.93%	42.62%	36.65%
电器	38033	39401	37275
占比	6.88%	5.74%	4.63%
加工修理	53	27	23
其他业务	9367	10902	14033

资料来源: 江南金融研究所, 公司公告

根据门店所处位置及目标客户群体定位的不同, 天虹目前的 35 家门店可分为两类: 城市中心店和社区购物中心, 城市中心店主要位于城市核心商圈, 以经营中高端百货商品为主, 确立市场形象, 辐射整个城市或重点区域。目标顾客以城市中高收入的居民为主, 强调商品品牌的可选择性和质量。目标顾客特征为年龄 26-45 岁、个人月收入 5,000 元以上 (家庭年收入 10 万元以上), 消费能力较强, 较关注商场购物环境、服务等方面, 追求品位时尚和品牌, 价格敏感性较低, 文化素养较高; 社区购物中心主要是位于城市次级商圈或重要社区, 目标顾客以周边社区的中高收入居民为主, 以满足目标顾客日常消费需求, 强调一次购足和便利性。目标顾客特征为年龄 20-55 岁, 个人月收入在 2,000-8,000 元、普通白领工薪阶层为主, 较关注价格、质量与服务, 价格敏感性强, 对促销活动较为敏感, 追求便利、实惠。

目前公司 35 家门店中 11 家为城市中心店, 其余 24 家为社区店, 深圳有三家中心店分别位于深圳市的罗湖区 (东门商圈)、福田区 (购物公园商圈) 和南山区 (后海商圈, 目前经营面积较小, 处于亏损状态, 未来公司后海中心区总部大厦建成后, 将建成深圳体量最大的约 4 万平米的旗舰店) 三个深圳主要经济、文化集中区, 在深圳以外门店中, 每个城市均有一家城市中心店, 由于品牌结构、租金成本等原因, 城市中心店一般不是天虹盈利能力最强的门店 (除在深圳的国贸

天虹和天虹购物广场外，其余城市中心店销售收入、盈利状况与社区店相比均不具优势)，但其在提升品牌形象和辐射拓展区域具有不可或缺的作用。

图表 6：公司城市中心店统计

门店名称	门店所在城市	开业时间	营业面积	类型
天虹购物广场	深圳	2003.12.9	37781	城市中心店
后天虹	深圳	2007.11.23	15374	城市中心店
国贸天虹	深圳	2008.12.5	35698	城市中心店
南昌中山路天虹	南昌	2007.4.19	54379	城市中心店
厦门大西洋天虹	厦门	2007.1.18	19488	城市中心店
东莞东纵天虹	东莞	2004.9.9	26411	城市中心店
嘉兴天虹	嘉兴	2006.3.1	19972	城市中心店
福州天虹	福州	2006.7.12	46486	城市中心店
苏州金鸡湖天虹	苏州	2009.4.24	50912	城市中心店
北京宣武天虹	北京	2009.4.25	22000	城市中心店
惠州天虹商场	惠州	2005.8	23023.93, 2009 年 7 月增租7,868.09 平米	城市中心店

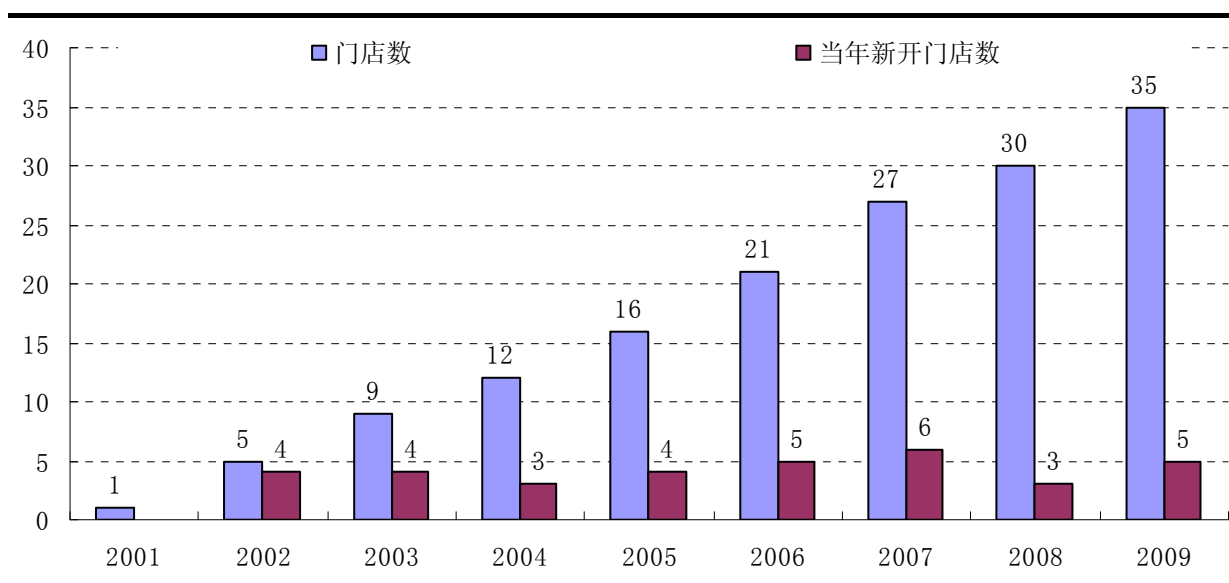
资料来源：江南金融研究所，公司公告

三、有效益的扩张模式：轻资产+区域渗透策略，“立足珠三角，拓展长三角，辐射闽三角，面向全中国”，异地扩张初见成效

公司的 35 家门店中只有 2 家门店物业(厦门大西洋和深南天虹新店)为自有，其余 33 家均为租赁，租赁面积占运营总面积的 92%，这与 2001 年公司开始连锁扩张时确定的轻资产战略分不开的，轻资产战略保证了公司以较低的成本快速扩张，并在深圳乃至珠三角确立了自己的龙头地位，是公司迅速作大作强的重要支撑，但同时由于商业物业租金长期趋势是逐步上涨的，同时租赁门店也为公司未来租期到期时的门店运营带来了一定的风险。

轻资产策略和公司的“百货+超市+X”创新型类购物中心业态使公司外延式扩张中形成了独特的核心竞争能力，在扩张中公司以城市中心店确立商业地位，以社区购物中心占领市场份额，并以“众星拱月”状布局两类商场。定位准确的差异化业态组合模式有效地促进了公司整体规模和盈利能力稳定增长，从2001年到2009年，公司的门店数量由1家扩张到35家，营业面积由2002年的9万余平米拓展到了2009年的约85万平米。

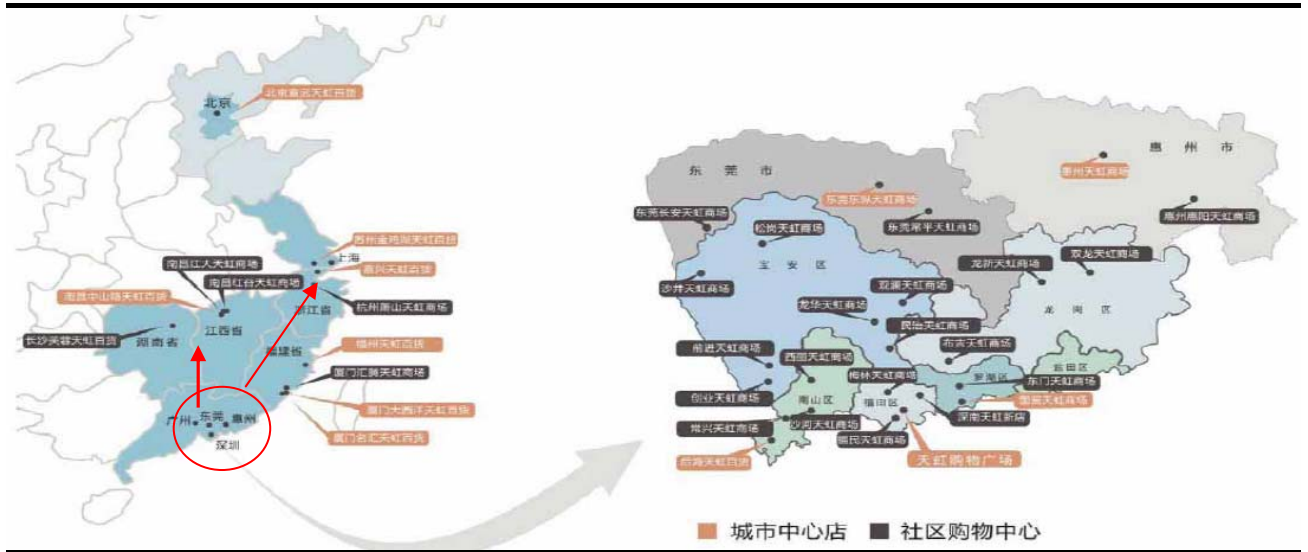
图表 7: 公司历年门店扩张



资料来源：江南金融研究所，公司公告

在扩张策略上，公司采取区域渗透原则：“立足珠三角，拓展长三角，辐射闽三角，面向全中国”。目前，公司已在珠三角地区确立了优势地位，成功进入了福建和江西市场，并开始了长三角地区、华北地区的投入。

图表8：公司门店分布图



资料来源：江南金融研究所，公司公告

以“百货+超市+X”创新型类购物中心业态为基础，在快速扩张的同时，公司坚持“有效益扩张和可持续发展”的原则，形成了良性循环，新开门店存活率高，培育期短，由于公司在深圳的品牌和规模优势，目前其在深圳区域的新开门店一般一年即可盈利（如：08年6月和12月新开业的沙河天虹和国贸天虹，09年即实现盈利），东莞、惠州等珠三角区域城市公司也具有较大的品牌优势，主力门店盈利能力较强，厦门和南昌由于公司进入时间较长（南昌02年进入，厦门03年进入），品牌影响力、招商渠道、政府关系等均较为成熟，主力门店盈利能力强（如厦门汇腾天虹09年销售收入4.09亿，营业利润5100万，在35家门店中排名第三位）。在目前公司11家处于亏损的门店中，7家为06年后新开业的处于培育期的新进异地区域门店，07年后开业的分别位于南昌（07年4月开业）和惠州惠阳（09年9月开业）经营均未及三年，并处于减亏阶段，09年仅后海和东莞长安天虹亏损加大（由于营业面积、位置等原因，后海天虹一直处于非计划中的小幅亏损，也是公司在深圳的唯一一家亏损门店，随着未来公司后海中心区总部大厦建成后，并建成深圳体量最大的约4万平米的旗舰店，我们认为这一状况将会改善）。

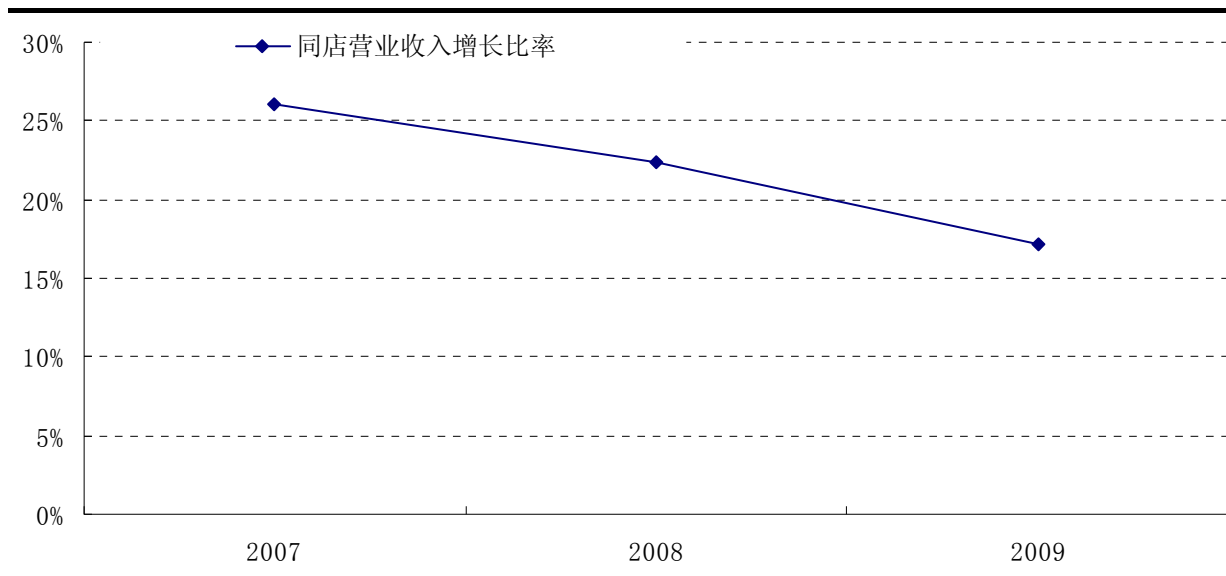
图表 9: 公司门店统计

门店名称	门店所在城市	开业时间	营业面积	类型	项目	2007	2008	2009	备注
深南天虹	深圳	1984.1.24	21793	城市中心店	营业收入	55099	26859		
					营业利润	7764	4538		
深南天虹新店	深圳	2007.11.21	19544	社区购物中心	营业收入	8425	28867	39041	
					营业利润	(651)	2125	3857	
东门天虹	深圳	2005.6.2	25730	社区购物中心	营业收入	32370	35172	36002	
					营业利润	2921	3689	3054	
福民天虹	深圳	2002.11.25	12553	社区购物中心	营业收入	20935	27138	26114	
					营业利润	1584	2882	2789	
创业天虹	深圳	2002.11.25	19129	社区购物中心	营业收入	31647	32054	35222	
					营业利润	3914	4354	4728	
龙华天虹	深圳	2002.11.25	19006	社区购物中心	营业收入	34387	31230	33819	
					营业利润	4153	4072	4426	
龙新天虹	深圳	2003.12.9	14810	社区购物中心	营业收入	19820	23385	24738	
					营业利润	1730	2583	3046	
常兴天虹	深圳	2003.10.31	31348	社区购物中心	营业收入	47115	51933	55702	
					营业利润	4165	5462	5875	
天虹购物广场	深圳	2003.12.9	37781	城市中心店	营业收入	34086	40991	47287	
					营业利润	846	1007	2879	
沙井天虹	深圳	2004.5.9	31888	社区购物中心	营业收入	26839	32741	34375	
					营业利润	2301	3696	4418	深圳地区门店为 母公司直属商场
布吉天虹	深圳	2004.5.12	17014	社区购物中心	营业收入	24912	30656	32915	
					营业利润	2410	3714	4186	
前进天虹	深圳	2006.1.10	21048	社区购物中心	营业收入	23518	27321	29687	
					营业利润	1831	2670	3011	
双龙天虹	深圳	2005.2.3	20721	社区购物中心	营业收入	20757	24574	25227	
					营业利润	2080	2738	3167	
西丽天虹	深圳	2006.1.11	17521	社区购物中心	营业收入	19904	23966	24434	
					营业利润	1666	2325	2430	
观澜天虹	深圳	2007.10.9	16660	社区购物中心	营业收入	8647	15474	17325	
					营业利润	13	1063	971	
松岗天虹	深圳	2006.10.8	18585	社区购物中心	营业收入	14475	19121	21267	
					营业利润	463	1447	1956	
后海天虹	深圳	2007.11.23	15374	城市中心店	营业收入	421	6661	8583	
					营业利润	(461)	(1197)	(1313)	
民治天虹	深圳	2007.11.22	20180	社区购物中心	营业收入	4763	18981	24330	
					营业利润	67	1577	2316	
沙河天虹	深圳	2008.06.12	16456	社区购物中心	营业收入		5510	19532	
					营业利润		(310)	1453	
国贸天虹	深圳	2008.12.5	35698	城市中心店	营业收入		2184	22864	
					营业利润		(677)	848	
南昌江大天虹商场	南昌	2002.6.14	13000	社区购物中心	营业收入	10072	11569	11470	
					营业利润	436	845	587	
南昌中山路天虹	南昌	2007.4.19	54379	城市中心店	营业收入	5545	18669	23156	
					营业利润	(2472)	(1381)	(1058)	
南昌红谷天虹	南昌	2009.9.4	20000	社区购物中心	营业收入			2873	
					营业利润			(228)	
厦门汇腾天虹	厦门	2003.4.22	19778	社区购物中心	营业收入	32959	41015	40951	
					营业利润	3493	4868	5106	
厦门大西洋天虹	厦门	2007.1.18	19488	城市中心店	营业收入	18059	27512	30524	
					营业利润	451	2217	2717	
东莞东纵天虹	东莞	2004.9.9	26411	城市中心店	营业收入	14988	20457	23970	
					营业利润	783	1832	2804	
东莞常平天虹	东莞	2005.8.1	15350	社区购物中心	营业收入	9477	11436	12726	
					营业利润	293	584	746	外埠门店由天虹 投资负责拓展
东莞长安天虹	东莞	2007.12.28	24000	社区购物中心	营业收入	289	6862	7723	
					营业利润	(295)	(181)	(837)	
嘉兴天虹	嘉兴	2006.3.1	19972	城市中心店	营业收入	4099	5383	8423	
					营业利润	(1543)	(1508)	(412)	
福州天虹	福州	2006.7.12	46486	城市中心店	营业收入	13732	6070	19324	
					营业利润	(510)	(1482)	(975)	
长沙芙蓉天虹	长沙	2008.12.6	30000	社区购物中心	营业收入		1013	11132	
					营业利润		(999)	(1824)	
苏州金鸡湖天虹	苏州	2009.4.24	50912	城市中心店	营业收入			14145	
					营业利润			(3045)	
北京宣武天虹	北京	2009.4.25	22000	城市中心店	营业收入			11120	
					营业利润			(3365)	
杭州萧山天虹	杭州	2009.12.17	17800	社区购物中心	营业收入			537	
					营业利润			(376)	
惠州天虹商场	惠州	2005.8	23023.93, 2009年7月增租 7,868.09 平米	/	营业收入	12873	16977	18665	
					营业利润	(97)	505	937	
惠州惠阳天虹	惠州	2009.9.12	27500	/	营业收入			2638	
					营业利润			(460)	

资料来源：江南金融研究所，公司招股说明书

“百货+超市+X”业态模式中超市的聚客能力会不断的提升百货的销售收入和盈利情况，这使得公司门店比一般的百货和超市门店具有了更持续和高速的内生性增长。

图表 10：天虹同店营业收入增长率



资料来源：江南金融研究所，公司招股说明书

注：同店营业收入增长额是指报告期间收入扣除当期新开店收入，和上期收入相比较的增长额。

四、管理层持股提升运营效率，财务数据强于同类上市公司

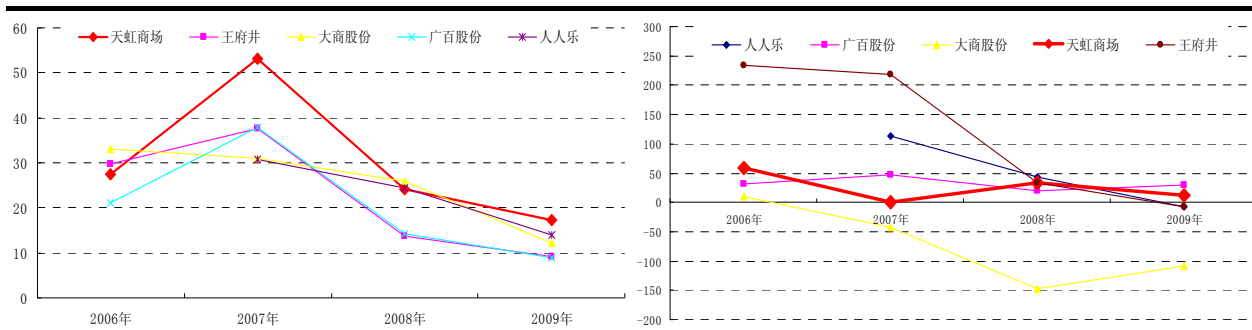
公司在发行前股本结构为：大股东为中航技深圳公司（发行前 46.61%）、第二大股东为五龙贸易公司（发行前 44.3%），另外公司 115 名管理层通过奥轩股份有限公司 100% 全资控股三家持股公司，分别为可来公司、奥尔公司、康达特公司，间接持有公司发行后 7.95% 的股权。

公司虽然是国有控股企业，但管理层持股范围较大，部门经理助理以上中层骨干 115 人均间接持有公司股份，国有控股背景为公司跨区域扩张时的政府关系建设提供了天然优势，而大面积的管理层持股保证了公司核心骨干人员的稳定，并大大提升了公司整体的运营效率，目前公司已经在各个层面贯彻实施“平衡计分卡”战略管理工具、“精益六西格玛”流程改进工具、“卓越绩效模式”评价准则等先进的组织管理工具，使公司的组织运营管理和战略执行水平得以不断提

高，“国企背景+民企效率”使公司财务数据强于同类上市公司。

图表 11: 主营收入同比增长

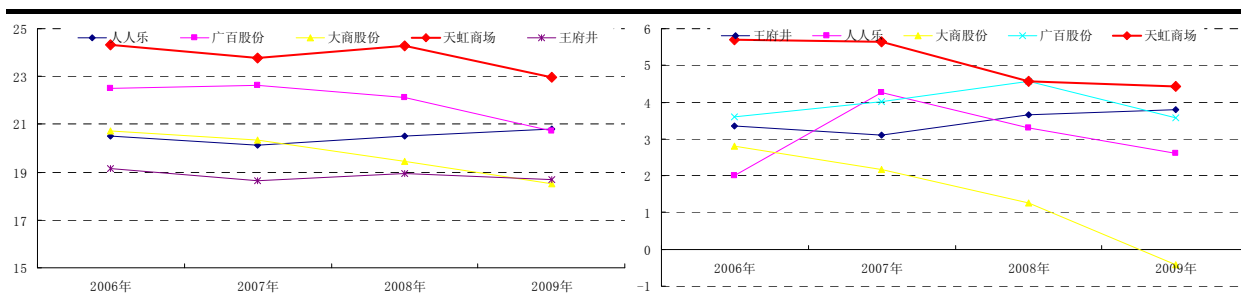
图表 12: 扣除非经常性损益后净利润同比增长对比



资料来源：江南金融研究所，公司公告

图表 13: 毛利率对比

图表 14: 销售净利率对比



资料来源：江南金融研究所，公司公告

五、募资项目分析

公司本次拟募集资金总额为 10.56 亿元,分别用于以下项目:(1) 投资 4.24 亿元用于开设 7 家新商场;(2)投资 3.5 亿元用于收购东莞愉景东方威尼斯广场部分商业物业;(3)投资 1.57 亿元用于建设仓储加工中心;(4)投资 8732 万元用于现有 3 家商场的装修改造;(5)投资 3900 万元用于公司信息管理系统建设。

图表 15: 公司募集资金项目统计

序号	拟投资项目名称	拟投资额(万元)	比例
1	开设7家新商场项目	42,353.00	40.09%
2	收购东莞愉景东方威尼斯广场部分商业物业	35,000.00	33.13%
3	仓储加工中心建设项目	15,658.30	14.82%
4	现有3家商场装修改造项目	8,732.24	8.27%
5	信息管理系统建设项目	3,900.00	3.69%
	合计	105,643.54	100.00%

资料来源: 江南金融研究所, 公司招股说明书

目前公司募投项目的 7 家店都已开业, 拟用募集资金进行置换。公司计划购置东莞东纵天虹商场目前所租赁使用的东莞市愉景东方威尼斯广场的 1-3 层商业房产, 并将东莞东纵天虹商场升级改造为东莞市场的旗舰店。09 年该店收入近 2.4 亿元, 平效 9000 元左右。预计改造完成后新东纵天虹与目前公司在东莞市另外两家社区店常平天虹和长安天虹巩固公司在东莞零售市场的强势地位。

六、盈利预测及估值

根据公司披露信息, 我们假设公司 10、11、12 年新开门店分别为 8 家、10 家、10 家, 由于 07-09 年新开中心店较多, 根据公司区域渗透原则, 我们假设新开门店中中心店分别为 1 家、1 家、9 家, 随着经济危机消退, 消费者信心恢复, 打折减少、新开中心店减少及 CPI 上行, 我们假设公司毛利率稳步提升至危机前水平, 分别为 23.4%、23.85% 和 24.39%。

根据上述假设, 我们预计公司 2010-2012 年主营收入同比增长 24.5%、28.07% 和 27.8%, 净利润同比增长分别为 35%、38%、38%, EPS 分别为 1.2 元、1.66 元和 2.28 元, 目前 A 股 10 年动态市盈率在 25-40 倍, 11 年为 20-30 倍, 考虑到公司的竞争优势, 我们按照 10 年 40 倍计算, 公司合理价值为 48 元。

公司三大报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2399	4819	6287	8348	营业收入	8057	10031	12847	16419
现金	1698	4111	5383	7199	营业成本	6207	7684	9783	12414
应收账款	25	30	39	49	营业税金及附加	34	49	59	77
其他应收款	151	178	229	292	营业费用	1224	1525	1954	2494
预付账款	321	231	293	372	管理费用	128	152	193	248
存货	205	269	342	434	财务费用	10	-10	-17	-23
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	0	0
非流动资产	1534	2007	2077	2023	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	644	1002	1002	973	营业利润	454	631	875	1208
无形资产	525	535	564	564	营业外收入	20	20	20	20
其他非流动资产	365	470	511	486	营业外支出	2	10	10	10
资产总计	3933	6826	8364	10371	利润总额	471	641	885	1218
流动负债	3030	3537	4411	5505	所得税	115	160	221	304
短期借款	0	0	0	0	净利润	356	482	664	913
应付账款	1156	1363	1779	2230	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1874	2174	2632	3275	归属母公司净利润	356	482	664	913
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	464	663	912	1241
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.02	1.20	1.66	2.28
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	3030	3537	4411	5505	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	350	400	400	400	成长能力				
资本公积	40	1894	1894	1894	营业收入	17.4%	24.5%	28.1%	27.8%
留存收益	513	995	1659	2572	营业利润	18.1%	39.2%	38.6%	37.9%
归属母公司股东权益	903	3289	3953	4866	归属于母公司净利润	13.5%	35.3%	37.8%	37.5%
负债和股东权益	3933	6826	8364	10371	获利能力				
					毛利率(%)	23.0%	23.4%	23.9%	24.4%
					净利率(%)	4.4%	4.8%	5.2%	5.6%
					ROE(%)	39.4%	14.6%	16.8%	18.8%
					ROIC(%)	-65.0%	-86.1%	-58.8%	-44.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	77.0%	51.8%	52.7%	53.1%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.79	1.36	1.43	1.52
					速动比率	0.72	1.29	1.35	1.44
					营运能力				
					总资产周转率	2.31	1.86	1.69	1.75
					应收账款周转率	334	365	374	374
					应付账款周转率	6.11	6.10	6.23	6.19
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.89	1.20	1.66	2.28
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.92	2.40	3.35	4.48
					每股净资产(最新摊薄)	2.26	8.22	9.88	12.16
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	-4	-3	-2	-1

资料来源：江南金融研究所

分析师简介:

张绍坤, SAC执业证书号: S0640208090087, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入江南证券金融研究所, 从事零售行业的研究。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义:

我们设定的上市公司投资评级如下:

买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。